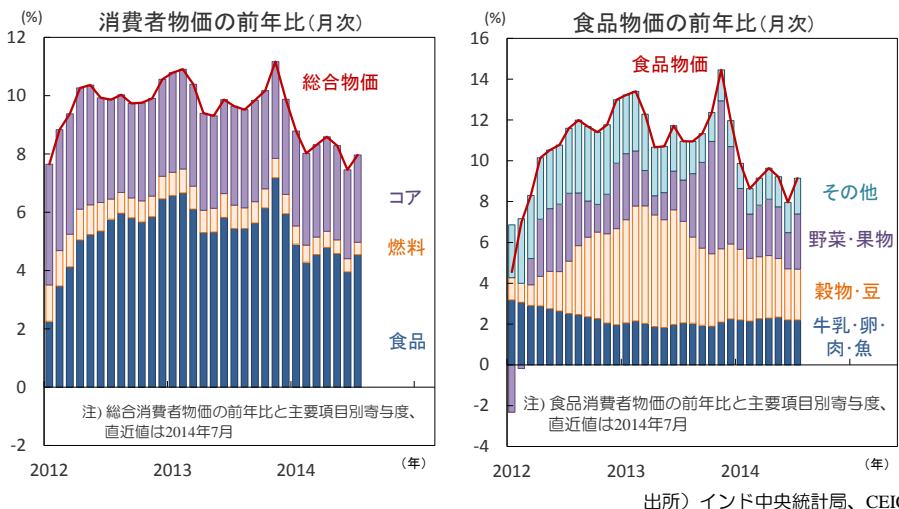


## インド：反発した消費者物価と減速した鉱工業生産～一時的な変動か変調の兆しか

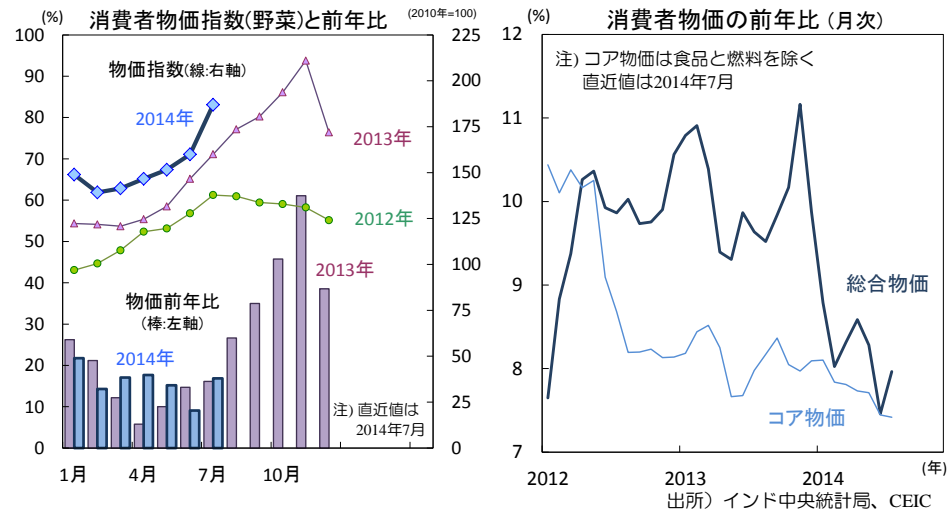
【図1】 前月より反発した消費者物価の前年比(左)



新政権の誕生を歓迎するかのよう改善していたインドの経済指標が、足元でやや悪化。先週12日に政府が公表した消費者物価は上昇、鉱工業生産は鈍化しました。

7月の総合消費者物価は前年比+8.0%と前月の+7.5%より上昇し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の7.4%を上回りました。食品物価が前年比+9.1%と前月の+8.0%より上昇し(図1右)、総合物価を押し上げました。6-7月の雨不足に伴って、野菜が同+16.9%と前月の+9.1%より大きく上昇した影響です。野菜は、前月比(季節調整前)も+16.9%と前月の+5.5%より急騰、昨年6-7月の同+9-11%の伸びからの反動減(前年高ベース効果)を打ち消し前年比で上昇しました(図1右)。野菜による総合物価前年比の押し上げ幅(寄与度)は、+0.9%ポイントと前月の+0.5%ポイントより急伸、今回の物価上昇の殆どが同項目によります。一方、穀物は、6-7月の雨不足にもかかわらず、前年比+7.5%と前月の同+7.6%とほぼ変わらず。政府による機動的な穀物備蓄の放出や最低支持価格(MSP)の抑制などの措置が、同物価の上昇を抑えている模様です。

【図2】 7月に急騰した野菜物価(左)、落ち着いたコア物価(右)



食品と燃料を除くコア物価は前年比+7.4%と前月と変わりませんでした(図2右)。今のところ、食品物価上昇のその他物価への波及は限定的な模様です。

雨季(6~9月)の初期に見られた深刻な雨不足は7月半ばより緩和し、6月に平年比▲43.5%となった降雨量は、7月に同▲10.3%までマイナス幅が縮小、気象局の予測では8月は同▲4%程度となる見込みです。7月前半までの雨不足で大きく遅れていた作付けもその後徐々に加速し、8月8日には平年比94%と2週間前の同89%より遅れを取り戻しています。7月後半からの雨量の増加で、低下していた南部と西部の主要河川の水位が回復し、稲作地帯の給水源であるガンジス川の水位は平年の水準を超過。今後、再び雨不足が深刻化しない限り、雨季作物への影響は当初懸念されたより穏やかなものとなるでしょう。7月に急騰し野菜物価を上げたトマトとタマネギの価格は、8月に入り徐々に低下しています(図3左)。前年同時期の価格急騰からの反動(前年高ベース効果)も働くため、野菜物価の前年比は9月以降に徐々に低下するでしょう。

## ● 年末にかけて総合消費者物価の伸びは緩やかに鈍化か

足元で農村部の賃金の伸びは鈍化しており、新政権によって穀物等の最低支持価格(MSP)も低く抑えられているため、コア物価は今後徐々に鈍化する見込みです。年末にかけ総合消費者物価の前年比は+7.5%前後まで緩やかに低下すると予想されます。

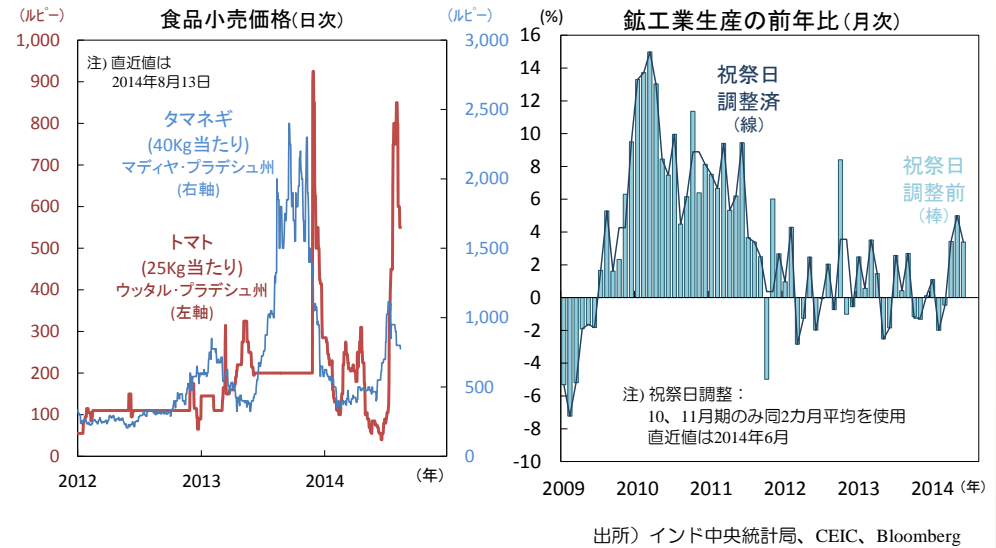
一方、先週12日に政府が公表した6月の鉱工業生産の前年比は+3.4%と前月の+5.0%より減速し(図3右)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.6%を下回りました。部門別では、製造業が同+1.8%と前月の+5.1%より鈍化(図4左)。鉱業は+4.3%と前月の+2.9%より上昇し、電力も+15.7%と前月の+6.7%より加速したものの、製造業の鈍化をカバーできませんでした。製造業の不振は、機械、通信機器、運輸機器などが大きく落込んだ影響です。用途別では資本財が前年比+23.0%と前月の+4.3%から急伸したものの、消費財が同▲10.0%と前月の+4.2%から大きく反落、耐久消費財が同▲23.4%と前月の+3.4%から急落した影響です。また、中間財も+2.7%と前月の+3.2%よりやや鈍化しました。4-5月の生産の回復は、主に、輸出(図4右)と耐久財需要の回復によります。製造業の購買担当者指数(PMI)の新規輸出受注指数は改善を続けており(図5左)、輸出部門の生産は今後も底堅く推移する見込みです。

## ● 輸出部門の回復が今後も鉱工業生産を下支えか

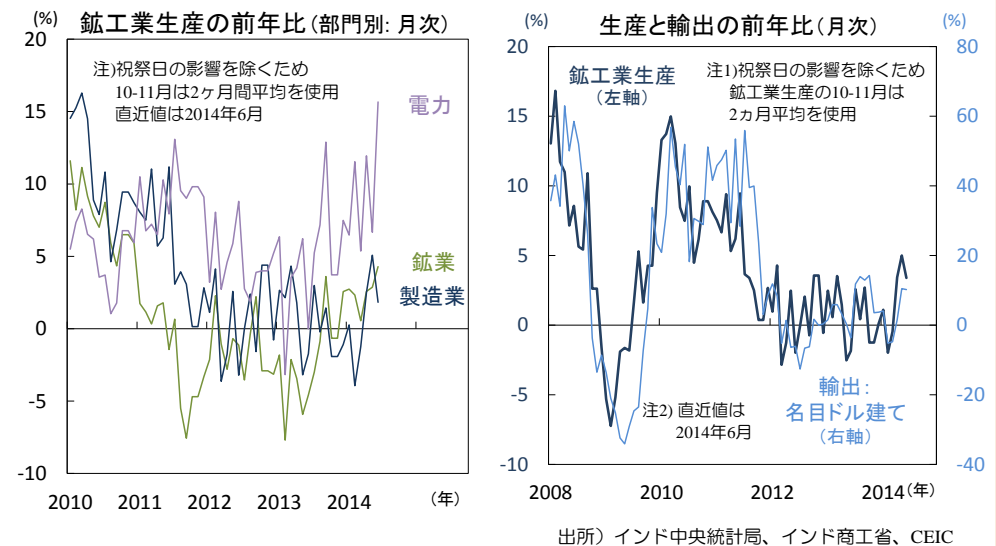
一方、耐久消費財生産は物品税軽減措置6月末の期限切れ(その後延長が決定)を前にした駆け込み生産で5月に急伸しており、6月にその反動が生じたとみられます。4-6月期の鉱工業生産は前年比+3.9%と1-3月期の同▲0.4%、昨年10-12月期の▲0.8%より改善。4-6月期の実質GDP成長率への鉱工業部門の寄与度は高まり、今年度通年の成長率を+5%台半ばと、昨年度の+4.7%より改善させることに貢献すると予想されます。

インド準備銀行(RBI)は、今月5日の政策見直しで政策金利を8%で据置き(図5右)。据置きは3回連続です。Bloombergの集計では、エコノミスト41人中39人が据置きを予想しており、市場予想通りの決定でした。RBIの声明は、景気が徐々に改善する一方で物価は鎮静化しつつあると指摘。物価に関しては、野菜、果物、高タンパク食品などが上昇しているものの、食品と燃料を除く物価(コア物価)は低下基調だとしました。一方、(補助金の削減などによる)管理価格の引上げの二次波及、降雨量不足による食品生産への影響、地政学的緊張や為替の変動による石油価格上昇、経済の供給能力が制約された中で成長の加速など、インフレ上ブレのリスクは残るとも指摘。インフレ警戒的な姿勢を継続することが適切であり、政策金利を据置いたと説明しました。

【図3】前月より鈍化した6月の鉱工業生産の前年比(右)



【図4】輸出の回復とともに鉱工業生産も回復基調(右)



## ● 準備銀行は年内金利を据置き来年前半に利下げ開始か

RBIの政策声明は、自らがインフレ沈静化の責務を負っているとした上で、2015年1月に総合消費者物価を+8%とする目標は達成可能とみられるが、2016年1月に同+6%という目標に対して実績が上振れるリスクがあると指摘。中期的に景気が回復し総需要が強まった際に生じるであろう物価圧力への警戒感を表明しました。前回6月の声明は、物価低下の速度が予想以上に速ければ「政策スタンスを緩和する余地も生まれる」と記述し、証券市場参加者の一部は、これを早期利下げのサインと解釈しました。今回のインフレ警戒的なコメントの背景には、こうした期待を抑制しようとの意図もあったとみられます。また、RBIは現金準備率(CRR)を4%で据置くとともに、法定流動性比率(SLR)を22.5%から22%へと引下げ。0.5%ポイントの引下げは2回連続です。景気回復の兆しが見える中で銀行の企業向け貸出を促すための措置とみられるものの、銀行が多額の超過国債準備を保有する中で、貸出促進の効果は限定的でしょう。

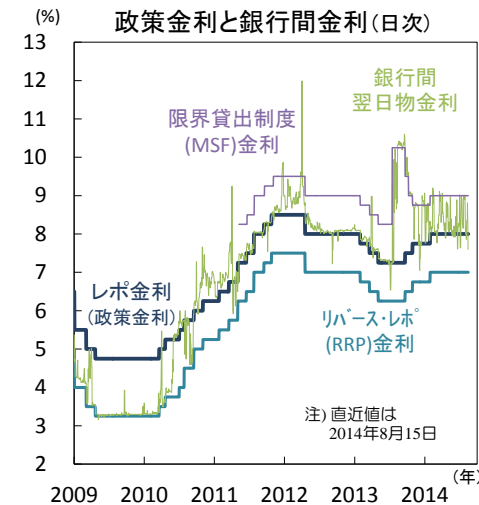
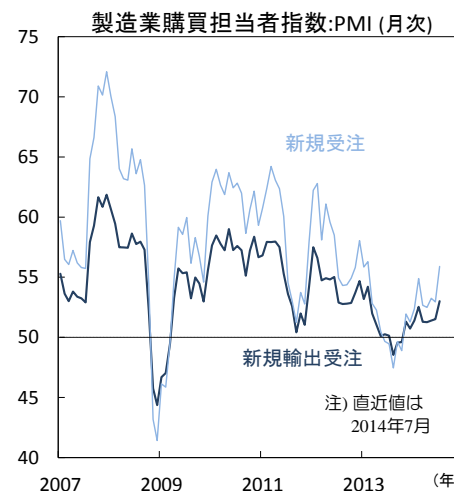
RBIは、今後年末まで政策金利を据置き、コア物価の持続的な低下が確認できれば、来年前半より漸進的な利下げを始めるでしょう。景気回復に伴う需要側からの圧力も高まる中、累計利下げ幅は最大で1%ポイント程度に留まると予想されます。

## ● 当面、安定推移が予想されるルピー相場

ルピーは、6月末より先週15日にかけて対米ドルで約1.0%下落、主要アジア通貨最大の下落率でした(図6左)。4-5月の総選挙前後から積み上がった海外勢のルピー買い持高が、地政学リスクの高まりに伴う原油高懸念などから解消され相場を押下げた模様です。また、昨年夏のルピー相場急落の際に外貨準備の水準の低さが問題視された経験から、RBIはルピー高局面で米ドル買い介入を行って同準備増強を図っている模様であり(図6右)、結果として資本流入局面の相場上昇を抑えているとみられます。

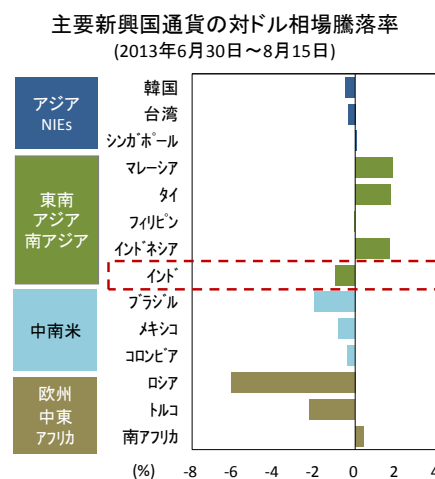
昨年まで悪化した貿易収支と経常収支の急速な改善、経済改革志向の新政権誕生に伴う中期的な成長力改善の期待、高水準の金利など、同通貨を支える要因は少なくありません。7月上旬公表の新政府初の予算案が、高まりすぎた内外投資家の期待に届かず短期的な失望売りを招いたのは事実。しかし、現政権が年末近くの州議会選挙後に補助金削減や税制改革などに着手し、海外投資家が再び新政権による経済改革に注目する可能性も残ります(本レポート7月22日号 参照)。RBIは、外貨準備を過去のピークと同水準まで回復し、先物ドル売り持高もほぼ解消、今後ドル買い介入の規模は縮小するでしょう。ルピー相場は当面安定的に推移すると予想されます。(入村)

## 【図5】改善基調の新規受注と新規輸出受注(左)



出所) Markit、インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

## 【図6】米ドル買い介入で外貨準備を増強する準備銀行(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。